



热门文章

- 国外汇储备
- 何加强会计
- 国衍生金融
- 国有商业银行
- 云南农村信
- 章
- 章
- 品市场竞争
- 业银行走混
- 国存款保险
- 国创业板市
- 华夏并购案

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

The WORLD MONEY SHOW Utilizing the Global Investment Community

WORLD MONEY SHOW 13th MONTH

insights... investment boutique discover

[2008年4月] 换股并购中股东权益法律保护的若干问题研究

【字体 大 中 小】

作者: [毕东茜 仇荣荣] 来源: [本站] 浏览:

引言

换股并购, 又有称为股票互换式并购, 作为企业兼并和收购的基本类型, 是与现金并购相对念。具体指并购公司通过将目标公司的股票按一定的比例换成本公司的股票, 目标公司被终为并购公司子公司的并购方式。作为企业并购的方式之一, 在当今国际社会, 换股并购具备所没有的优势, 尤其对公司间大规模的融资重组具有积极作用。因此, 换股并购成为当今全主流。

2007年初, 我国股权分置改革已接近尾声, 从而从制度层面上扫清了换股并购的障碍; 新近布的法律法规也完善了我国上市公司换股并购的法律基础。这一切都会进一步激发我国股票换股并购行为。

换股并购法律制度的公平设计直接关系到其整体法律价值的实现。具体而言, 就是我们要注股并购过程中股东权益特别是中小股东权益的保护。由于换股并购的复杂性, 股东权益的保护其特殊性, 因此, 本文就有关换股并购中的股东权益的保护若干问题进行评价与分析。

一、换股并购中股东权益保护的必要性

上市公司收购的实质是在公司的控制权运动过程。在换股并购过程中, 由于公司控制权的转公司股东身份的转变, 双方股东的权益尤其是中小股东的权益将面临着重大的变化并极易受由于广大股东是公司资本的来源, 没有股东, 整个社会的经济投资都会受到影响。因此, 换股并购中股东权益的保护问题尤显重要。

与现金并购相比, 换股并购在股东权益保护上显得尤为突出: 首先, 换股并购中换股比例的并各方股东权益有着重要影响。其次, 采用换股合并方式, 双方股东在合并后的公司中的解释, 有可能改变主要股东对合并公司的控制能力。特别是被并公司的股东, 如果没有及时退受强制换股的风险。再次, 换股并购的程序十分复杂。若某个程序处理不当或者经营者滥用会严重损害双方股东的利益。

二、换股并购的诉讼

股东代表诉讼, 是一种赋予股东为了公司的利益而提起损害赔偿诉讼的制度安排, 具体是指事、监事和高管人员在执行职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定, 给公司造成损司又怠于行使诉权时, 符合条件的股东可以以自己的名义向法院提起损害赔偿的诉讼。

股东代表诉讼的终极目的是通过诉讼这种事后救济方式来保护公司实质上是股东的权益。人股东代表诉讼同时也是一个非常容易被滥用的制度, 因此各国立法在防止诉权滥用方面采取东的诉讼请求规则、对股东起诉资格的要求、对股东代表资格的要求等措施。以对股东起诉求为例, 日本商法267条规定有资格提起股东代表诉讼的股东限定为“自6个月前起连续持有的股东”, 目的是为了阻止那些单纯因为提起代表诉讼而购买公司股份的行为。美国大多数联邦民事诉讼归责中也有相似的规定。

公司的管理层往往被控股股东所控制, 为了确保在换股并购过程中, 由于公司的管理层违反的行为而造成的公司利益的损失, 必须旗帜鲜明地保护中小股东代表诉讼提起权。同时, 由购的复杂性, 股东代表诉讼制度在此也衍生出了一些特殊的要求。如前所述, 为防止诉权滥的原被告资格维持原则, 要求股东代表诉讼中的原告股东资格不仅在起诉阶段应当具备, 贯穿于整个诉讼的始末, 直至法院做出最后的判决为止。但在公司换股并购过程中被告人尤股东、实际控制人和公司高管滥可能在原告股东提起股东代表诉讼之后, 通过公司重组而斩东与其所在公司之间的股东纽带。为此, 美国的判例法确立做出了这样的解释: 尽管许多州股东在起诉后持续维持股东资格, 但是有一例外: 如果原告股东资格的丧失由于公司控制者义务或者由于被起诉的欺诈性兼并而引起的, 则不在此限。这就是美国法上的双重股东代表体指母公司的股东为了追究子公司董事等人的责任而提起的代表诉讼。日本也为此做出了持股原则的扩张的解释。日本公司法2005年修订的时候将其引进变为成文法形式。

我国新《公司法》第152条规定为中国公司法构建起了股东代表诉讼制度。该条规定将有资代表诉讼的股东限定为“连续180日持有公司1%以上股份的一个或多个股东。”这与日本商法的规定基本相同, 被称为“股份连续持有”的要件。除此之外, 我国公司法没有在提起诉资格方面多加任何限制条件, 这是可能出于立法者这样的考虑: 与美国等国的情况不同, 我国缺乏股东代表诉讼的传统, 股东代表诉讼太少, 障碍太多, 因此不宜将股东代表诉讼门槛抬的太高; 若是未来此类诉讼增多并滥用成风, 再提股东代表诉讼的门槛也不迟。因而法律上也未确立诸如“行为时所有的规则”。也就更未出现为了解决换股并购中的特殊问题而确立的“双重股东代表诉讼”原则。随着我国股东代表诉讼司法实践的进步及资本市场上换股并购行为的大量出现, 上述外国的先进立法和制度值得我们借鉴。

三、换股并购中的异议股东估价权

异议股东估价权, 又称异议股东股份买回请求权, 指股东会作出严重影响股东利害关系的决议时, 股东有权请求公司回购自己的股份。值得注意的是, 换股并购只是属于提起异议股东估价权缘由的一种, 而公司的合并、分立、重组、重大资产处理等公司组织结构的重大变更方面都可能导致异议股东估价权的提起。但考虑到这一问题在换股并购中对中小股东利益的保护具有十分重要的意义, 所以在此加以重点说明。

估价权的价值主要在于平衡了同意特别交易的大股东和对特别交易持异议小股东的双方利益。如果公司所进行的特别交易活动会严重损害小股东的利益而中小股东竭尽了代表诉讼等救济手段还不能维护自身的权益时, 行使异议股东估价权既保证了公司股东会议决策的民主性不会失去效率, 兼顾了公平和公正原则。

换股并购中的股东估价权在美国公司法上有明确规定, 美国《商业公司法》第13章规定的就是异议股东的估价权, 其中包括了在换股行为时的异议股东估价权的救济。我国新公司法初步构建了股份买回请求权制度。我国新《公司法》第75条规定了几种情形下, 有限责任公司中对股东会决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权, 并赋予了该股东一定期限内不能与公司达成股权收购

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

The WORLD MONEY SHOW Utilizing the Global Investment Community

WORLD MONEY SHOW 13th MONTH

insights... investment boutique discover

公司向人民法院提起诉讼的权利。股份有限公司的股份收买请求权体现在《公司法》第143条，在股份有限公司中，股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，有权要求公司收购其股份。但该条并没有赋予股份有限公司的异议股东以诉权。

对于股份买回请求权中异议股东的诉权问题，大多国家规定在当异议股东与公司就购回价格不能达成一致时，双方均可起诉于法院，由法院来裁定。这种程序安排在保护异议股东利益方面虽具有合理性，但也有局限性。第一，在诉讼中，司法裁定的价格主要是根据公司提供的证据和材料决定的，而公司力求确定最低的价格。第二，不仅价格的确定需要很长时间，而且往往直到诉讼完成若干年后，公司才支付对价，以拖垮异议股东。因此，美国修正标准商事公司法意图提供程序更加简便、代价更加低廉的途径。例如，美国修正标准商事公司法第13.25节要求公司即刻将他们认为公平的价值的价格支付给公司持异议的股东，而第13.28节和第13.30节强迫公司努力去解决那些因为持异议股东认为不足的部分而产生的纠纷。

异议股份的价值评估是股份收买请求权的核心。只有对异议股份价值进行公正的评估，才能真正保护少数股东的投资。如美国的立法及司法实践中，确定持异议股东的股份价值的方法包括市场价值的方法、财产价值的方法以及收益价值的方法以及这些方法的综合运用。同时，公司小股东享有要求公司以公平合理的价格回购股份的前提是以股东遵循一定的程序作为条件，这种程序的要求也是保证公平定价的关键。我国公司法关于股份收买请求权制度的实际操作程序，如评估的请求主体、评估的立法模式协商定价、会计师定价、司法定价等以及评估的方法等都没有具体规定。

#### 四、换股比例确定中的法律问题

换股比例作为换股合并的关键，直接关系到合并双方股东的利益并进而决定了合并成功与否。如果允许参与并购双方通过谈判自由确定换股比例，处于强势地位的公司无疑会利用自己的优势为本公司及其原有股东获取更大的利益；而怠于履行自己注意义务的董事更会使换股并购演变成一种恃强凌弱的不公平的游戏。

对于具体的换股比例计算属于技术层面的问题，从法律的层面上，应从制度上做出相关规定，以达到保证公平、公正、不侵害各方股东合法权益的目标的实现。

首先，有关中介机构的介入就必不可少，中介机构的财务专家可以运用自己的专业技术提出具体的换股比例作为公司股东会议做表决时的基础。《欧盟第6号公司法指令》第8条规定：公司分立时，应由司法机关或者行政机关指定或批准一名或者一名以上的专家，负责审查董事会拟定的公司分立方案，并向股东提交书面报告。本条规定似为并购活动中的司法介入和行政介入提供了法律依据。我国《上市公司收购管理办法》第九条规定，收购人进行上市公司的收购，应当聘请在中国注册的具有从事财务顾问业务资格的专业机构担任财务顾问。这是我国借鉴国外立法例建立我国换股并购中的财务顾问制度的体现。事实证明，在并购过程中，选择实力强、经验丰富的中介机构参与并购活动，可以有效降低并购成本，减少并购过程中的不确定性因素。同时我们应注意到，目前我国在公司并购方面的中介机构规模偏小、人才奇缺。急需提高价值评估方面的专业技能，这将直接关系到换股并购中股东的切身利益。

其次，确定后的换股比例应得到真实地、准确地、完整地说明，从而使股东能够基于充分的信息形成自己的、关于换股比例是否适当的看法。日本原《商法典》第408条规定，公司负有披露换股比例说明书的义务。我国立法中缺少这方面的规定，外国的立法例值得我们借鉴。

#### 五、换股并购中的股东权稀释

换股并购中，无论是并购公司的原有股东还是目标公司中通过股份交换而成为并购公司的新股东，他们的股东权益均发生了不同程度的萎缩或者稀释。如原并购公司的控股股东享有对公司80%的表决权，而在实施换股并购后，表决权可能萎缩为40%；原目标公司的控股股东享有对目标公司绝对控制，而在换股收购后，可能只是并购公司的中小股东，已经无法再对目标公司的经营管理进行干涉。在母子公司关系中，有关子公司的股东大会所决定的事项，不是由母公司的股东决定的，而是由母公司的法定代表人参加子公司的股东大会代表母公司行使表决权。比如乙公司的股东在换股收购前对公司的许多事项都具有决定权，而在被甲公司换股收购后，乙公司的股东马上成为甲公司的股东，乙公司成为甲公司的子公司，而甲公司成为乙公司的股东。此时，甲公司的股东想对乙公司的经营管理进行某种意思表示只能通过甲公司的法定代表人，这样的情形无异于股东的权利被架空。这一现象就是所谓的母公司股东权的稀释化，它其实也是换股并购的制度带来的不可忽视的缺陷之一。

美国著名的公司法学者Eisenberg指出了母公司股东权的稀释化问题，提议解决该问题的方法就是要给予母公司股东对子公司的重要事项有决议权。随着我过换股并购的法律实践的发展和相关法律的完善，有关换股并购中股东权稀释问题也会凸现出来，笔者认为，从股东权利保护的角度来看，在以后的立法过程中应充分考虑这一问题。

#### 参考文献：

【1】周剑龙 《公司并购重组中的公平与效率——以日本股份交换和股份转移制度为素材》 载于《公司收购：法律与实践》 王保树主编 社会科学文献出版社 2005年版

【2】赵永 《换股并购若干法律问题研究》 上海社会科学院研究生毕业 学位论文 中国优秀硕士学位论文全文数据库

【3】尹乃春 《我国公司换股并购法律问题研究》 华东政法学院硕士学位论文 中国优秀硕士学位论文全文数据库

（作者单位：华南理工大学法学院）

【 评论 】 【 推荐 】

#### 评一评

正在读取...



笔名：

  


评论：

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核，请耐心等待]

【注】 发表评论必需遵守以下条例：

- 尊重网上道德，遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事法律责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

